Schoellerbank Analysebrief
Ausgabe Nr. 393, November 2020

Presseinformation

Wien/Salzburg, 6. November 2020

Wir behandeln folgendes Thema:

Hochzinsanleihen: Droht nach langer Ruhe nun ein Sturm?

- **Hochzinsanleihen sind Emissionen von Schuldnern mit schlechter Bonität. Die Mehrrendite, die gegenüber erstklassigen Schuldnern bezahlt wird, muss vor allem das Risiko einer Zahlungsunfähigkeit des Schuldners ausgleichen**
- **Das Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre hat gemeinsam mit der stabilen Konjunktur die Ausfallsraten von Hochzinsanleihen auf ungewöhnlich niedrige Niveaus gedrückt – zur Freude der Anleger**
- **In den vergangenen zwei bis drei Jahren haben sich fundamentale Kennzahlen im Hochzinssegment jedoch dramatisch verschlechtert: Sowohl die durchschnittliche Verschuldungsrate als auch die durchschnittliche Zinsdeckung befinden sich auf dem schlechtesten Stand innerhalb des aktuellen Konjunkturzyklus**
- **Im Segment der Hochzinsanleihen muss neben der Bonität auch die Liquidität berücksichtigt werden. Die Vergangenheit zeigt, dass in Krisenphasen mit einer eingeschränkten Handelbarkeit zu rechnen ist**
- **Ob und wann eine Krise droht, kann niemand vorhersehen. Einige Kennzahlen in diesem Segment mahnen aktuell jedenfalls zur Vorsicht. Solide Vermögensverwalter bereiten sich rechtzeitig vor und achten auf Qualität**

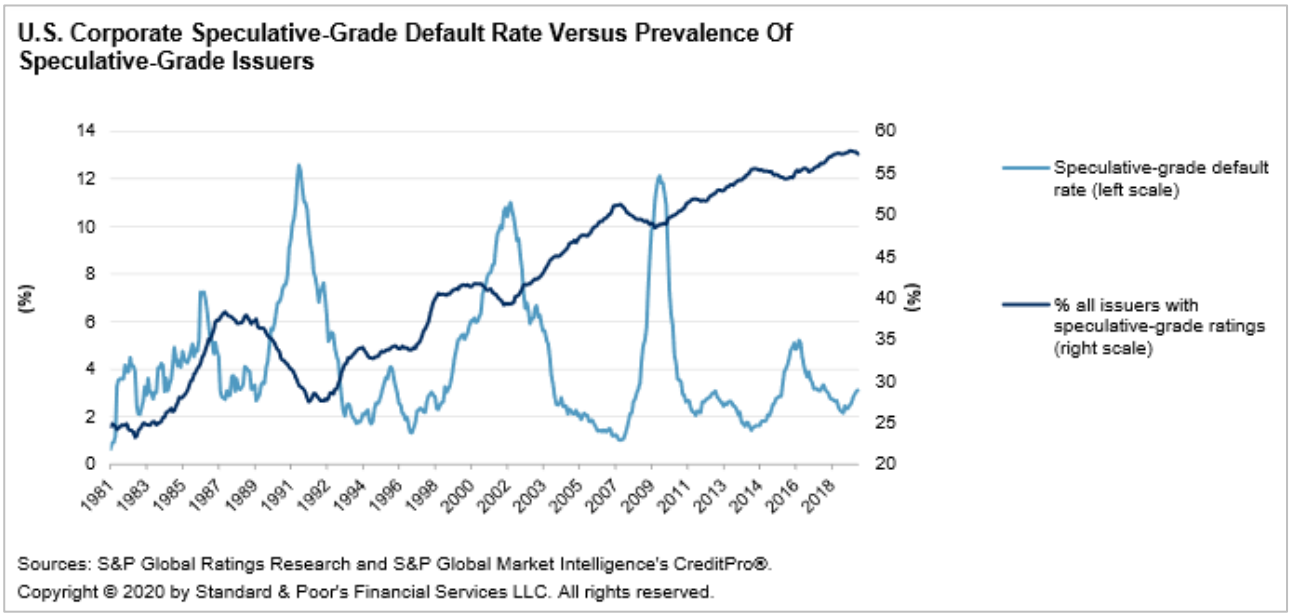
Hochzinsanleihen haben in den vergangenen zehn Jahren einen Siegeszug angetreten, das Volumen der Emissionen hat sich vervielfacht. Gerade in den letzten Jahren bewegten sich die Ausfallsraten im niedrigen einstelligen Prozentbereich. Dies war vor allem wegen der niedrigen Zinsbelastung und der boomenden Konjunktur möglich. Doch droht nach langer Ruhe nun ein Sturm?

Was sind Hochzinsanleihen?

Hochzinsanleihen, auch als „High-Yield-Bonds“ oder auch despektierlich „Junk-Bonds“ (Ramsch-Anleihen) bezeichnet, sind Anleihen von Emittenten mit einem Rating im sogenannten „Speculative Grade“. Die Rating-Agenturen beurteilen die vollständige Rückzahlung der Schulden als deutlich unwahrscheinlicher als bei Emittenten im „Investment-Grade-Universum“. Natürlich müssen diese Schuldner mit schlechterer Bonität auch höhere Zinsen zahlen als ihre erstklassigen Pendants, daher auch der Name „Hochzinsanleihen“.

Ursprünglich entstand dieses Segment dadurch, dass einstmals solide Unternehmen schlecht wirtschafteten und nach und nach „heruntergeratet“ wurden – man sprach von sogenannten „Fallen Angels“. Mittlerweile ermöglichen es aber niedrige Zinsen auch bonitätsschwachen Unternehmen, am Kapitalmarkt teilzunehmen und Anleihen zu emittieren, die von vornherein im „Speculative Grade“ bewertet werden. In den USA machen diese Anleihen von Unternehmen mit schlechten Bonitäten mittlerweile mehr als die Hälfte der Emissionen aus (siehe Grafik). Oftmals finden sich verstärkt kapitalintensive Branchen in diesem Segment.

Hochzins-Unternehmensanleihen in den USA



Quelle: Standard & Poor’s Financial Services LLC. Dunkelblaue Linie: Entwicklung des Anteils von Hochzins-Unternehmensanleihen an allen Unternehmensanleihen (in % rechte y-Achse). Hellblaue Linie: Entwicklung der Ausfallsraten (in % linke y-Achse).

Wie setzt sich der Ertrag von Hochzinsanleihen zusammen?

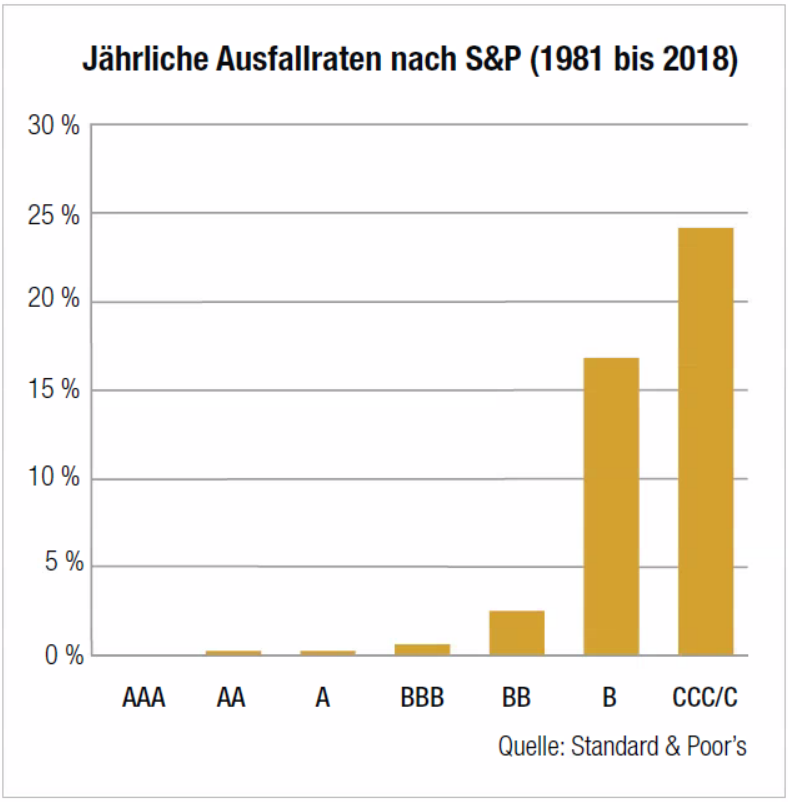
Es hat sich bewährt, die Rendite von Hochzinsanleihen in unterschiedliche Komponenten zu unterteilen. Neben dem „risikolosen Zins“ – den jede zinstragende Veranlagung bieten muss – ist vor allem der Risikoaufschlag entscheidend. Letzterer muss den Investor für verschiedene Risiken entschädigen: Zu nennen sind vor allem das Ausfallsrisiko sowie das Risiko schlechter Handelbarkeit (Illiquidität).

Das wesentliche Risiko des Segments der Hochzinsanleihen ist natürlich das Ausfallsrisiko. Kommt ein Schuldner in wirtschaftliche Schwierigkeiten, so kann er seine Schulden nicht mehr oder nur teilweise zurückzahlen. Auch eine Streckung der Fristen und eine spätere Zahlung von Zinsen und Kapital fallen in diese Kategorie.

Veranlagt ein Investor nicht nur in eine einzelne Hochzinsanleihe, sondern in ein diversifiziertes Portfolio bzw. in einen Index (zum Beispiel über einen Exchange Traded Funds), so kann er damit das einzelne Unternehmensrisiko minimieren. Er trägt allerdings immer noch das „systematische“ Risiko dieses Anleihensegments.

Die Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) stellte von 1981 bis 2018 für folgende High-Yield-Bonitätssegmente die durchschnittlichen jährlichen Ausfallsraten fest:

„BB" (bestes High-Yield-Rating): 2,4 %
„B" (zweitbestes High-Yield-Rating): 16,7 %



Hätte man also über mehrere Jahre in Hochzinsanleihen mit einem „B"-Rating investiert, so hätte man pro Jahr durchschnittlich 17 % seines Investments verloren. Sogenannte „recovery rates" werden in dieser Betrachtung der Einfachheit halber vernachlässigt. Diese werden im High-Yield-Segment üblicherweise mit ca. 20 % angenommen, bei einem Ausfall verliert man damit nicht 100 % seiner Veranlagung, sondern „nur" 80 %. Mit der Einbringung dieser angenommenen 20 % ist aber zumeist ein langwieriger Prozess verbunden.

Im letzten Konjunkturzyklus sanken die durchschnittlichen Ausfallsraten kontinuierlich. Bereits mehrere Jahre vor der Corona-Krise waren in vielen High-Yield-Märkten nur mehr extrem niedrige Ausfallsraten zu beobachten: Werte unter 2 % p. a. oder in den Jahren 2012 bis 2017 sogar mehrmals unter 1 % (für europäische Hochzinsanleihen) lockten viel neues Kapital in das Segment. Dieses stand noch vor wenigen Jahren ausschließlich institutionellen Anlegern zur Verfügung. Produktentwicklungen wie ETFs ermöglichen es jedoch mittlerweile auch Privatinvestoren, einfacher und diversifizierter in Hochzinsanleihen zu veranlagen.

Sind diese niedrigen Ausfallsraten nachhaltig?
Möglich waren derart niedrige Ausfallsraten aufgrund des extremen Niedrigzinsumfelds: Sogar sehr bonitätsschwache Unternehmen konnten es sich dank rekordniedriger Zinsen leisten, mehr Schulden aufzunehmen, als eigentlich wirtschaftlich gesund wären. Als Folge sind die Verschuldungsraten bei vielen Unternehmen dramatisch angestiegen. Das alles kann in einer boomenden Konjunktur, in der die Produktverkäufe laufende Cashflows generieren, relativ gut verkraftet werden. Doch was passiert, wenn der Produktabsatz ins Stocken gerät – verursacht zum Beispiel durch einen externen Schock?

Viele Analysten rechnen mit deutlichen Anstiegen der Ausfallsraten bei High-Yield-Schuldnern im nächsten und übernächsten Jahr: Diese Beurteilung teilen Emissionsbanken, Researchhäuser, aber auch die Aufsichtsbehörde EBA (European Banking Authority). Letztere stellte zuletzt fest, dass die Asset-Qualität der Banken zuletzt stark abgenommen hat. Gemessen wird das unter anderem an der Entwicklung der notleidenden Kredite (NPLs – „Non Performing Loans“). Die Ratingagentur Moody’s erwartete bereits in einer Analyse vom März 2020, dass die Ausfallsraten derart ansteigen würden, dass Risikoaufschläge von über 8 % angemessen wären. Aktuell liegt der US-Hochzins-Risikoaufschlag (gemessen am „Option Adjusted Spread“) über alle Sektoren bei etwa 5 % (Stand: Oktober 2020). Wenn viele Analysten Ausfallsraten sogar im zweistelligen Prozentbereich erwarten – Niveaus, die im Übrigen auch in vergangenen Krisen regelmäßig erreicht wurden –, so muss man feststellen, dass das Risiko mit 5 % „Prämie“ bei Weitem nicht abgegolten wird.

Fundamentale Entwicklungen: Leverage und Zinsdeckung
Bereits seit Jahren kann man feststellen, dass Verschuldungsraten laufend ansteigen. Gemessen werden kann dieser „Leverage“ zum Beispiel mit der Kennzahl Nettoverschuldung/Ergebnis (net debt/EBITDA), die angibt, wie viele Jahresergebnisse ein Unternehmen benötigt, um seine Nettoschulden zu begleichen. Die Kennzahl hat sich für europäische Hochzinsanleihen in den letzten drei Jahren von durchschnittlich unter drei auf über fünf verschlechtert.

Auch die Zinsdeckung („Interest Rate Cover Ratio“, z. B. EBITDA/Zinsaufwand) ist eine Kennzahl, die Anleger in diesem Kontext interessiert: Wie oft kann der reine Zinsaufwand der Schulden (ohne Tilgung) mit einem Jahresergebnis abgedeckt werden? Wieder anhand durchschnittlicher europäischer Hochzinsanleihen ist dieser Wert von über sechsmal auf unter viermal gesunken. Beide Werte, also sowohl der Leverage als auch die Zinsdeckung, waren im aktuellen Zyklus zu keinem Zeitpunkt schlechter.

Auch Marktkennzahlen sollten Investoren im Auge behalten: Beispielsweise stellt das US-amerikanische Researchhaus Sundial Capital Research mit ihrem SentimenTrader fest, dass sich die Marktbreite für den US-Hochzinsmarkt zuletzt stark verschlechtert hat: Es gibt aktuell mehr Emissionen mit einem 52-Wochen-Tief als jene mit einem 52-Wochen-Hoch. Für Europa sieht diese Kennzahl aktuell noch besser aus.

Solvabilität (Eigenmittelausstattung) versus Liquidität
Bei allen Veranlagungen muss neben der fundamentalen Qualität auch die Handelbarkeit als Kriterium betrachtet werden. ETFs vermitteln hier oft eine vermeintliche Sicherheit, da sie ja jederzeit an einer Börse handelbar sind. Doch grau ist alle Theorie: Auch ein ETF kann nur jene Liquidität bieten, die der zugrunde liegende Markt ermöglicht. Bereits mehrmals konnte in der Vergangenheit beobachtet werden, dass der Ausgang schnell zu eng wird, wenn alle gleichzeitig den Raum verlassen möchten – je mehr Personen sich im Raum befinden, desto problematischer. Und bei dem Anlage-Vehikel ETF konnte man schon wiederholt feststellen,

dass Fondsanteile während Krisenphasen deutlich unter ihren Netto-Inventarwerten (also der Summe ihrer theoretischen Werte) handelten. In den USA verzeichneten Hochzins-ETFs zuletzt Marktabflüsse von wöchentlich ca. 500 Mio. US-Dollar – und das über mehrere Wochen (Stand: Oktober 2020).

Fazit

Das Hochzinssegment ist in der Breite der Anlegerschaft angekommen. Die möglichen hohen Erträge bedürfen aber einer kritischen Beurteilung, will man vor bösen Überraschungen gefeit sein. Keiner kann sagen, ob und wann es zu hier einer Krise kommt. Dennoch sollten Anleger fundamentale Entwicklungen verstehen und die Höhe der versprochenen Rendite nicht als einziges Argument für eine Veranlagung in die Waagschale werfen. Einige Kennzahlen in diesem Segment mahnen aktuell jedenfalls zur Vorsicht. Solide Vermögensverwalter bereiten sich rechtzeitig vor und achten auf Qualität.

Autor:
Mag. Felix Düregger, CPM
Investment Management & Strategy – Bonds
Schoellerbank AG
Tel.: +43/662/86 84-2678

Rückfragen bitte auch an:
Marcus Hirschvogl, BA
Pressesprecher
Schoellerbank AG
Tel.: +43/1/534 71-2950
1010 Wien, Renngasse 3
marcus.hirschvogl@schoellerbank.at

Die Schoellerbank, gegründet 1833, ist eine der führenden Privatbanken Österreichs, die als Spezialist für anspruchsvolle Vermögensanlage gilt. Sie konzentriert sich auf die Kernkompetenzen Vermögensanlageberatung, Vermögensverwaltung und Vorsorgemanagement. Ihre Anlagephilosophie definiert sich über das Motto „Investieren statt Spekulieren“. Die Schoellerbank ist mit 10 Standorten und 400 Mitarbeitern die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für private und institutionelle Anleger ein Vermögen von mehr als 12,5 Milliarden Euro. Die Schoellerbank ist eine 100%ige Tochter der UniCredit Bank Austria und ist das Kompetenzzentrum der UniCredit für Wealth Management in Österreich.
Mehr Informationen unter www.schoellerbank.at.

Diesen Text sowie weitere Presseinformationen finden Sie im Internet auf unserer Presseseite.

Das sollten Sie als Anlegerin/Anleger beachten – wichtige Risikohinweise:
Jede Kapitalveranlagung ist mit einem Risiko verbunden. Wert und Rendite einer Anlage können plötzlich und in erheblichem Umfang steigen oder fallen und können nicht garantiert werden. Auch Währungsschwankungen können die Entwicklung des Investments beeinflussen. Es besteht die Möglichkeit, dass die Anlegerin bzw. der Anleger nicht die gesamte investierte Summe zurückerhält, unter anderem dann, wenn die Kapitalanlage nur für kurze Zeit besteht. Unter außergewöhnlichen Umständen kann es bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals samt Kaufspesen kommen. Wir weisen darauf hin, dass sich die Zahlenangaben bzw. Angaben zur Wertentwicklung auf die Vergangenheit beziehen und dass die frühere Wertentwicklung kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse ist.

Rechtliche Hinweise:
Diese Unterlage wurde nur zu Werbezwecken erstellt und stellt keine Finanzanalyse, keine Anlageberatung und keine Anlageempfehlung dar. Die vorliegenden Informationen sind insbesondere kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren sowie keine Aufforderung, ein solches Angebot zu stellen. Sie dienen nur der Erstinformation und können eine auf die individuellen Verhältnisse und Kenntnisse der Anlegerin bzw. des Anlegers bezogene Beratung nicht ersetzen.

Diese Marketingmitteilung wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Über den grundsätzlichen Umgang der Schoellerbank AG mit Interessenkonflikten sowie über die Offenlegung von Vorteilen informiert Sie die Broschüre „MiFID II – Markets in Financial Instruments Directive“. Ihre Beraterin bzw. Ihr Berater informiert Sie gerne im Detail.

Bezüglich der steuerlichen Behandlung wenden Sie sich bitte an Ihre Steuerberaterin bzw. Ihren Steuerberater. Die steuerliche Behandlung ist von den persönlichen Verhältnissen der Anlegerin bzw. des Anlegers abhängig und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Die vorliegenden Informationen wurden von der Schoellerbank AG, Renngasse 3, 1010 Wien, auf der Grundlage von öffentlich zugänglichen Quellen erstellt, die als zuverlässig eingeschätzt werden. Die Informationen können jederzeit einer Änderung unterliegen. Die Schoellerbank AG ist zu einer Aktualisierung dieser Informationen nicht verpflichtet. Die Haftung der Schoellerbank AG für leichte Fahrlässigkeit im Zusammenhang mit der Quellenrecherche und -studie und den darauf beruhenden Informationen wird ausgeschlossen.

Diese Unterlage darf nicht an „US-Persons“ (Regulation S des US-Securities Act 1933) ausgehändigt werden.

Vervielfältigungen – in welcher Art auch immer – sind nur nach vorheriger ausdrücklicher Genehmigung der Schoellerbank AG zulässig. Bei Fragen wenden Sie sich bitte an Ihre Betreuerin bzw. Ihren Betreuer.

Irrtum und Druckfehler vorbehalten. Stand: 6. November 2020

Diese Marketingmitteilung wurde von der Schoellerbank AG, Renngasse 3, 1010 Wien erstellt (Medieninhaber und Hersteller).